

拓普集团 (601689): 随下游下滑, 产品线拓宽潜力仍在

——2019 年中报点评

2019 年 08 月 23 日

强烈推荐/维持

拓普集团 公司报告

报告摘要:

中报摘要: 拓普集团 2019 年上半年营收 24.4 亿元, 同比下滑 20.7%; 归母净利润 2.1 亿元, 同比大幅下滑 51.8%, 扣非归母净利润同比同样大幅下滑 49.3%。公司 2019 年上半年毛利率为 26%, 同比下滑 2%; 净利率为 8.6%, 同比大跌 5.6%。

造成拓普营收与利润双双大幅下滑的原因是主要客户乘用车销量在 2019 年上半年录得大幅下滑。 根据乘联会数据, 2019 年上半年狭义乘用车销量同比下跌 14%。公司主要客户: 上汽通用、吉利汽车和上汽通用五菱等中的多数均跑输市场, 上半年合计销量同比下跌 20%, 拓普集团的营收下跌幅度与主要客户相仿。

考虑到单价年降, 公司市场份额录得逆市扩张。

近年公司产品线拓宽明显, 灵活匹配客户需求, 产品线的广度在汽车零部件企业中逐渐成为稀缺。公司减震与底盘轻量化零部件的营收跑赢下游, 铝合金控制臂市场份额超过 20%, 是自主零部件中的龙头。未来随着“双积分”趋严, 公司顺应节能车型需求的铝合金底盘轻量化零部件业务将快速增长。此外公司储备多种汽车电子零部件, 电子水泵、EPS 等产品有望进入主流自主车企的试验验证序列。

盈利预测: 预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 55.3/64.2/67.8 亿元, 归母净利润分别为 5.44/7.77/8.9 亿元, EPS 分别为 0.52/0.66/0.75 元, 分别同比增长-27.8%/28.7%/12.7%, 对应 PE 为 20.43/15.87/14.09x。给予公司 2019 年底 22.8xP/E, 目标价 11.7 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 乘用车消费不及预期; 原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,090	5,984	5,533	6,415	6,784
增长率 (%)	29.3%	17.6%	-7.5%	15.9%	5.8%
净利润 (百万元)	740.49	755.32	545.39	702.08	791.01
增长率 (%)	20.3%	2.0%	-27.8%	28.7%	12.7%
净资产收益率 (%)	11.4%	10.4%	6.7%	8.0%	8.3%
每股收益 (元)	1.06	1.04	0.52	0.66	0.75
PE	9.9	10.1	20.4	15.9	14.1
PB	1.18	1.06	1.38	1.27	1.17

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

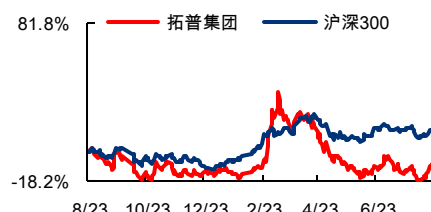
拓普集团主营为汽车零部件, 包括减震、隔音、底盘轻量化零部件和汽车电子等多个产品线。公司主要客户包括吉利汽车、通用全球 (含合资公司)、比亚迪、特斯拉和沃尔沃等。公司减震、隔音和底盘铝合金零部件的国内市场份额均在自主零部件企业中领先。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间 (元)	10.53-17.15
总市值 (亿元)	111.09
流通市值 (亿元)	110.4
总股本/流通 A 股 (万股)	105499/104843
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

研究助理:

刘一鸣

021-25102862

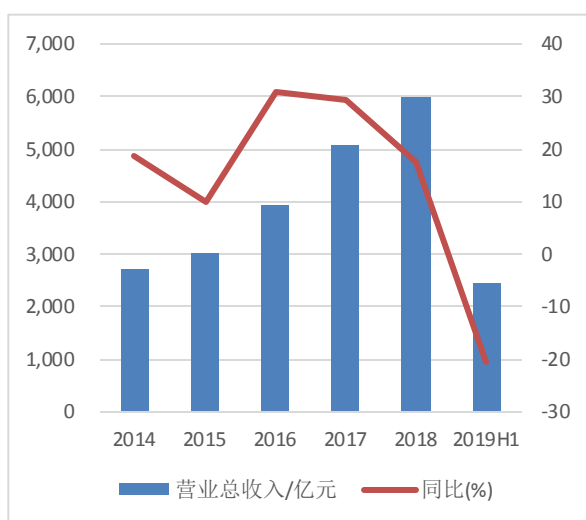
liu_ym@dxzq.net.cn

1. 营收和净利润随整车市场下滑, 份额逆市扩张

拓普集团 2019 年上半年营收 24.4 亿元, 同比下滑 20.7%; 归母净利润 2.1 亿元, 同比大幅下滑 51.8%, 扣非归母净利润同比同样大幅下滑 49.3%。

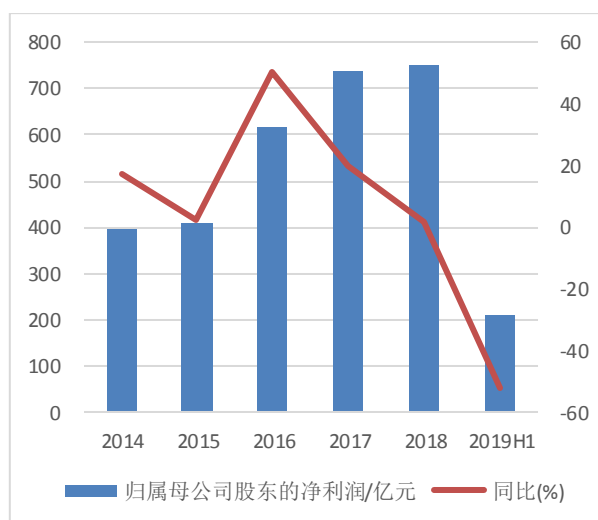
公司 2019 年上半年毛利率为 26%, 同比下滑 2%; 净利率为 8.6%, 同比大跌 5.6%。

图 1: 拓普集团营收及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 拓普集团归母净利润及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

造成公司营收与利润双双大幅下滑的原因是主要客户乘用车销量在 2019 年上半年录得大幅下滑。根据乘联会数据, 2019 年上半年狭义乘用车销量同比下跌 14%。公司主要客户: 上汽通用、吉利汽车和上汽通用五菱等多数跑输市场, 上半年合计销量同比下跌 20%。公司营收下跌幅度与主要客户相仿

考虑到单价年降, 公司市场份额录得逆市扩张。根据市场调研, 若产品不发生变化, 近年汽车零部件厂商每年给客户降价 5% 左右。公司营收下滑中包含了单价下降的影响。去除此部分影响, 我们推测公司总体市场份额略有提升。

2. 受益于产品线间合力, 轻量化底盘与减震零部件跑赢下游

减震和底盘零部件是拓普跑赢下游的主要动力。公司减震零部件上半年营收 10 亿元, 同比下滑 15.4%, 占公司营收 40.8%; 底盘零部件上半年营收 5 亿元, 同比下滑 15.5%, 占公司营收 20.4%。考虑到单价年降, 我们推测这两个产品线的销量同比近下滑 10%, 拓普跑赢主要客户销量 10% 左右。底盘零部件中, 钢制零部件 (原福多纳业务) 主要匹配吉利, 受上半年吉利销量同比下跌 15% 的影响较大。

产品线间互为“流量入口”，公司产品合力逐渐显现。公司减震、底盘两个产品线从最初的衬套、铝控制臂两个产品，陆续扩展到衬套、悬置、铝控制臂、铝转向节、铝副车架、铝支架和铝电池壳体等多个产品。公司很多产品能够灵活组成多种组合，最大程度地匹配客户尤其是自主车企灵活多变的需求。公司目前底盘轻量化零部件的整车客户包括吉利、特斯拉、比亚迪和沃尔沃等，未来随着特斯拉国产的带动，公司产品的谱系有望继续快速增长。

图 3: 拓普集团产品的组合方式

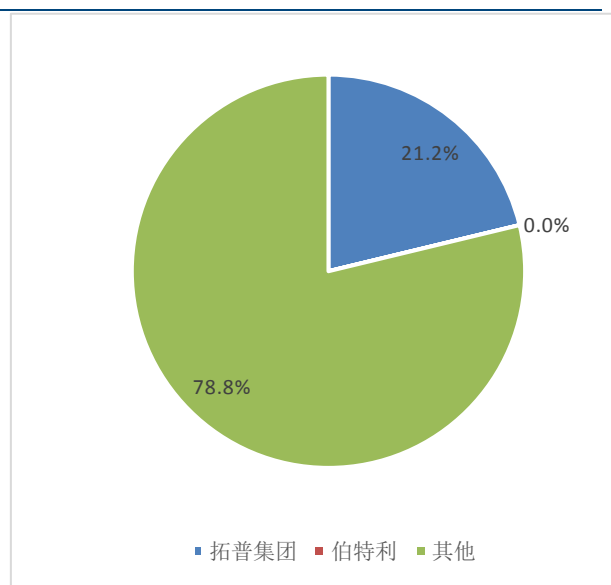
转向节	衬套	控制臂	副车架	组合件 (总成)	单车 用量
 x1	 x3			带衬套转向节总成	4
	 x4	 x4	 x1	副车架总成	2
 x2	 x10	 x4	 x1	前/后桥总成	2

资料来源：公司官网；东兴证券研究所

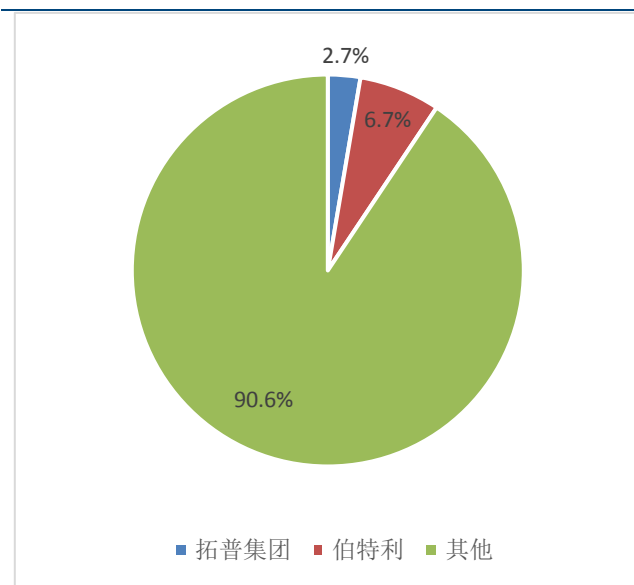
3. “双积分”推动轻量化市场快速增长

拓普集团是底盘轻量化零部件国产龙头，2018年市场份额7%左右。受2021-2023年版“双积分”标准临近、新能源车续航瓶颈等多因素驱动，铝合金底盘件将维持快速增长。拓普的转向节、控制臂和副车架等轻量化零部件都属于簧下质量，实施轻量化的性价比优异，且目前国内市场的渗透率仍不到10%。根据我们的统计，该领域的铝合金用量同比增速接近30%。公司在铝合金控制臂的市场份额超过20%，近年铝合金转向节、副车架等业务也快速增长。

图 4: 铝合金控制臂市场格局
图 5: 铝合金转向节市场格局



资料来源: 各公司年报; 东兴证券研究所



资料来源: 各公司年报; 东兴证券研究所

结合特斯拉业务的潜在示范效应, 我们对公司铝合金轻量化业仍然较乐观。公司铝合金控制臂、底盘结构件等产品已匹配特斯拉 Model S/X, 同时铝合金控制臂已经是吉利、沃尔沃和比亚迪等多家主流厂商的主要供应商, 未来随着下游市场铝合金渗透率的提升, 营收有望大幅增长。

4. 盈利预测与估值

公司投资高峰已过, 后续折旧摊销占营收比例将明显降低。公司与 2017、2018 年分别投资 30 亿建设生产线、总部管理与研发大楼, 造成 2019 年上半年折旧摊销占营收比例高达近 7%, 明显高于历史上 4%~5% 的区间。后续随着公司投资峰值过去, 产能利用率提升, 折旧摊销占比将回落。

预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 55.3/64.2/67.8 亿元, 归母净利润分别为 5.44/7/7.89 亿元, EPS 分别为 0.52/0.66/0.75 元, 分别同比增长-27.8%/28.7%/12.7%, 对应 PE 为 20.43/15.87/14.09x。给予公司 2019 年底 22.8x P/E, 目标价 11.7 元, 维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

乘用车消费不及预期;

原材料价格大幅上涨。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	6703	5671	6102	6901	7470	营业收入	5090	5984	5533	6415	6784		
货币资金	1474	1087	1383	1604	2131	营业成本	3613	4375	4083	4687	4942		
应收账款	1317	1251	1364	1582	1580	营业税金及附加	42	45	35	40	43		
其他应收款	32	30	28	32	34	营业费用	269	290	277	305	322		
预付款项	87	30	30	30	30	管理费用	396	218	581	658	678		
存货	1239	1216	1286	1477	1422	财务费用	16	5	-18	-32	-62		
其他流动资产	1415	842	837	846	850	资产减值损失	4.49	8.35	8.35	8.35	8.35		
非流动资产合计	4032	5230	5468	5471	5636	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	80	101	101	101	101	投资净收益	43.31	100.97	57.78	58.05	58.16		
固定资产	1949	2773	4155	4125	4268	营业利润	808	869	625	807	910		
无形资产	551	576	610	643	665	营业外收入	54.18	11.52	11.52	11.52	11.52		
其他非流动资产	136	184	184	184	184	营业外支出	3.04	3.22	3.22	3.22	3.22		
资产总计	10735	10901	11570	12372	13106	利润总额	859	877	633	815	919		
流动负债合计	4127	3267	3115	3239	3209	所得税	119	122	88	113	128		
短期借款	809	390	511	267	0	净利润	740	755	545	702	791		
应付账款	1589	1315	1119	1284	1422	少数股东损益	2	2	2	2	2		
预收款项	19	31	38	48	57	归属母公司净利润	738	753	544	700	789		
一年内到期的非流动	0	55	55	55	55	EBITDA	1566	1718	1019	1223	1323		
非流动负债合计	116	388	355	355	355	EPS (元)	1.06	1.04	0.52	0.66	0.75		
长期借款	0	213	213	213	213	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	4243	3655	3470	3594	3564	成长能力							
少数股东权益	23	25	27	29	31	营业收入增长	29.27%	17.56%	-7.53%	15.93%	5.76%		
实收资本 (或股本)	728	728	1055	1055	1055	营业利润增长	15.74%	7.50%	-28.06%	29.11%	12.80%		
资本公积	3737	3737	3737	3737	3737	归属于母公司净利润	-27.82%	28.73%	-27.82%	28.73%	12.67%		
未分配利润	1708	2393	2676	3026	3429	获利能力							
归属母公司股东权益	6469	7221	8076	8752	9513	毛利率 (%)	29.03%	26.89%	26.21%	26.94%	27.15%		
负债和所有者权益	10735	10901	11570	12372	13106	净利率 (%)	14.55%	12.62%	9.86%	10.94%	11.66%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润 (%)						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)							
经营活动现金流	929	605	455	863	1354	偿债能力							
净利润	740	755	545	702	791	资产负债率 (%)	40%	34%	30%	29%	27%		
折旧摊销	741	845	0	430	457	流动比率	1.62	1.74	1.96	2.13	2.33		
财务费用	16	5	-18	-32	-62	速动比率	1.32	1.36	1.55	1.67	1.88		
应付账款的变化	0	0	-114	-217	2	营运能力							
预收账款的变化	0	0	6	10	9	总资产周转率	0.65	0.55	0.49	0.54	0.53		
投资活动现金流	-2919	-895	-606	-405	-595	应收账款周转率	4	5	4	4	4		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.84	4.12	4.55	5.34	5.01		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	43	101	58	58	58	每股收益 (最新摊)	1.06	1.04	0.52	0.66	0.75		
筹资活动现金流	2944	-250	447	-237	-232	每股净现金流 (最新)	1.31	-0.74	0.28	0.21	0.50		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	8.89	9.92	7.65	8.30	9.02		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	78	0	327	0	0	P/E	9.93	10.13	20.43	15.87	14.09		
资本公积增加	2282	0	0	0	0	P/B	1.18	1.06	1.38	1.27	1.17		
现金净增加额	954	-539	296	220	528	EV/EBITDA	4.47	4.21	10.31	8.21	6.99		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	铝合金底盘零部件逆市高增长	2019-6-21
公司	拓普集团（601689）2018 年报点评：铝合金底盘件贡献主要增量	2019-4-19
公司	拓普集团（601689）：轻量化 NVH 双剑合璧，底盘业务成燎原之势	2018-8-1
行业	轻盈伴“铝”，铝合金底盘零部件主打汽车轻量化下半场	2018-6-25

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。